

УДК 658

## Формирование системы стратегического управления стоимостью компании

**Е. Г. Патрушева**

*Ярославский государственный университет  
им. П. Г. Демидова*

*E-mail: patr5@yandex.ru*

*Научная статья*

В статье рассматриваются проблемные вопросы выбора ключевых показателей эффективности (KPI) в системе стоимостного управления компанией (ценностного управления) как долгосрочного, так и краткосрочного характера. Выбор KPI предлагается выполнять с учетом чувствительности уровня стоимости к изменчивости факторов стоимости.

*Ключевые слова:* стоимость компании, управление стоимостью, факторы стоимости, стратегическое управление

## The formation of value management strategic

**E. G. Patrusheva**

*P. G. Demidov Yaroslavl State University*

*Scientific article*

The article discusses the problem of selection of Key Performance Indicators (KPI) in the value based management system (management of value) as a long-term and short-term nature. Selecting KPI is offered to perform in a view of the sensitivity of the value to the level of variability it's factors.

*Keywords:* The value of the company, managing company value, factors of value, strategic management

По мере развития мировой экономики видение основной стратегической цели управления компанией менялось. Так, если в середине XX века менеджмент ведущих западных компаний ориентировался на максимизацию рентабельности капитала, то в настоящее время в качестве целевой установки рассматривается рост стоимости бизнеса.

Первые модели измерения и оценки результатов деятельности предприятий появились в 1920-х годах и далее утвердились практически во всех странах с рыночной экономикой. Они были довольно простыми для расчёта и строились исключительно на финансовых показателях отчетности (например, мультипликативная модель Дюпона или показатель рентабельности инвестиций, ROI).

В зарубежной экономической литературе критика традиционных финансовых показателей, источником которых является система бухгалтерского учёта и финансовой отчётности как основы для принятия управленческих решений, встречается в работах многих авторов [1, 2, 3, 4]. Эта критика направлена на ретроспективный (исторический) характер этих показателей, что значительно уменьшает их ценность для принятия стратегических управленческих решений. Показатели, формируемые в среде традиционного бухгалтерского учёта, описывают, как правило, краткосрочные перспективы организации, тогда как более востребованной для рынка капитала является оценка ее долгосрочных позиций. В этом случае нельзя ограничиваться показателями прибыли, необходимо ориентироваться на факторы, определяющие перспективные доходы компаний и, как следствие, уровень их стоимости.

В 70–90-е годы появились стоимостные критерии стратегического управления эффективностью работы предприятий, утвердился стоимостный подход к управлению компаниями (Value Based Management, VBM), в рамках которого выполняется оценка уровня стоимости (ценности) компании или динамики стоимости за некоторый временной период на основе экономической добавленной стоимости (EVA, Economic Value Added).

Напомним, что для оценки стоимости компаний ( $V$ ) с растущими с постоянным темпом доходами может быть использована модель Гордона вида:

$$V = \frac{FCF_0 * (1 + g)_0}{WACC - g}$$

где  $FCF_0$  – свободный денежный поток текущего периода (Free Cash Flow), т. е. разница между операционным и инвестиционным потоками. Иная трактовка показателя – это создаваемый доход для распределения между владельцами капитала, определяемый как разница между показателем чистой операционной прибыли (NOPLAT) и чистыми инвестициями компании (Net Investment Capital, инвестициями в развитие);

$g$  – ожидаемые темпы роста доходов компании при условии поддержания сохранения структуры капитала;

WACC (Weighted Average Cost of Capital) – средневзвешенная цена капитала.

В свою очередь, экономическая добавленная стоимость может быть установлена умножением начальной стоимости капитала IC (Investment Capital) на разницу его рентабельности (ROIC, Return on Investment Capital) и цены:

$$EVA = IC_0 * (ROIC - WACC).$$

Поскольку FCF непосредственно определяется уровнем операционной прибыли, а темпы роста – долей ее накопления и рентабельностью капитала, то при управлении ростом стоимости компаний в качестве основных управляющих факторов называются рост объемов продаж, увеличение маржинальной прибыли, увеличение доли накопления прибыли и рост отдачи инвестиционного капитала, сокращение средневзвешенной цены используемого предприятием капитала благодаря оптимизации его структуры и снижения операционных рисков [4]. В свою очередь, возрастание оцениваемой стоимости компании служит положительным сигналом для фондового рынка, свидетельствует об увеличении инвестиционной привлекательности компании, способствует росту котировок ее акций. Таким образом, стремление к максимизации стоимости ведет к росту конкурентных возможностей и преимуществ, а потому способствует долгосрочному устойчивому развитию предприятия.

Однако всякая стратегия нуждается в инструментарию ее реализации.

Наиболее известной концепцией стратегического управления компаниями, ориентированного на стоимость, стала система сбалансированных показателей (ССП, Balanced Scorecard, BSC), разработанная Р. Капланом и Д. Нортеном [5, 6], в рамках которой целевые стратегические показатели организации подвергаются декомпозиции на уровень операционного управления и контроля на основе ключевых показателей эффективности (Key Performance Indicators, KPI). При этом система обеспечивает интеграцию финансовых и нефинансовых индикаторов с учетом причинно-следственных связей между результирующими показателями и факторами, под влиянием которых они формируются. Концепция выделяет четыре группы показателей: финансовые (представляющие собой конечные результаты хозяйствования), взаимоотношения с клиентами, состояние внутренних бизнес-процессов, развитие персонала. Это позволяет осуществлять детализированный мониторинг деятельности компании в стратегическом фокусе, увеличивать оперативность и эффективность управленческих решений, контролировать наиболее важные финансовые и нефинансовые показатели деятельности, которые являются целевыми для компании и степень достижения которых определяет движение компании согласно заданной стратегии. Значения KPI отражают как эффективность бизнеса в целом, так и отдельно рассматриваемых бизнес-процессов, структурных подразделений и кадровых ресурсов. В модели СПП предусматривается, что обозначенные стратегические стоимостные индикаторы должны быть преобразованы в плановые с учетом специфики компании. При этом создается инструментальная база, позволяющая трансформировать систему факторов стоимости в систему целевых индикаторов и ключевых показателей эффективности, благодаря чему удается реализовать стоимостные принципы принятия решений на всех уровнях

управления, а также внедрять и использовать на практике концепцию стоимостного управления.

Концепция BSC предполагает, что конкретное наполнение групп обозначенных показателей определяется специфическими особенностями и становится индивидуальным занятием каждой компании.

Бесспорно, в этой ситуации менеджмент компании, опираясь на имеющиеся представления и совершаемые при этом ошибки, формирует собственный опыт стратегического управления. Однако есть и другой путь – обобщение опыта в этой области, развитие прикладных исследований и совершенствование инструментария стратегического управления стоимостью компаний. Решение последней задачи позволяет расширить рамки практики стоимостного управления и сделать эти процессы более плодотворными.

В исследования такого рода, в частности, внесли свой вклад ряд авторов [7, 8]. Ими определены общие требования к системе управления стоимостью, заложены принципы стоимостного мышления и проч. В частности, в этих работах уточнены взгляды на совокупность показателей стратегического управления стоимостью и предлагается их определенное структурирование для использования в менеджменте любой компании.

Так, ориентир на долгосрочный результат рекомендовано осуществлять с использованием так называемых драйверов стоимостного роста: кратко-, средне- и долгосрочного характера (рис. 1). Под драйверами понимаются группы показателей, оказывающие влияние на стоимость в разной временной перспективе. Заметим, что сам предлагаемый подход не противоречит концепции BSC. Напротив, в эту схему укладываются обозначенные в этой концепции четыре группы показателей, однако систематизированные по своему временному влиянию на стоимость. Организации могут делать собственный выбор наполнения предложенных связей в зависимости от своей сферы деятельности и стадии жизненного цикла.



Рисунок 1. Дерево драйверов стоимости

Из рис. 1 видно, что в соответствии с положениями концепций VBM и BSC в список драйверов стоимости включены прежде всего финансовые показатели. Они очевидны из факторных моделей оценки стоимости и модели EVA.

*Финансовые драйверы* должны включить долгосрочные темпы роста доходов компании, цену капитала и его рентабельность. Однако, в свою очередь, показатели роста доходов и рентабельность капитала непосредственно формируются благодаря *краткосрочным драйверам* стоимости – продуктивности продаж, затрат и капитала. Краткосрочные же драйверы обусловлены *среднесрочными* – успешными продажами, структурой затрат и имущества (доля в нем оборотного капитала). Наконец, среднесрочные драйверы стоимости определены долгосрочными – это стратегические преимущества операционной деятельности и рост рыночных возможностей компании.

Далее рассмотрим более детально возможное содержимое отдельных групп драйверов, хотя и в нестрогой редакции – ведь в разных компаниях их можно интерпретировать по-своему.

**Краткосрочные драйверы.** Это показатели, формируемые за короткие временные промежутки – месяц, квартал. Они определяют, будут ли показатели роста доходов и ROIC сохранять свой уровень, падать или улучшаться в краткосрочном периоде. Вышеназванная группа драйверов может включать три вида показателей:

1) *продуктивность продаж*, под которой будем понимать текущие значения роста выручки (цен и объемов продаж), рыночную долю компании, ее способность сохранять более высокие цены среди конкурентов, производительность труда.

2) *продуктивность операционных затрат* – уровень затрат на единицу продукта или его элементов, на доставку;

3) *продуктивность капитала* – оборачиваемость рабочего капитала, а также внеоборотных активов.

**Среднесрочные драйверы.** Они определяют перспективы сохранения или улучшения показателей темпов роста и рентабельности капитала на 1–5 лет (или более для компаний, имеющих длительный цикл разработок и производства). Их количественное измерение более затруднительно, чем краткосрочных драйверов, и должно охватывать более длительные временные периоды.

Здесь также можно выделить три группы показателей.

1. *Коммерческое преимущество*, представляющее собой возможность компании сохранять либо наращивать текущую выручку. Это определяется возможностями продуктовых предложений (возможностью более быстрого обновления товаров, чем другие участники рынка), силой бренда (инвестициями в его формирование) и удовлетворенностью покупателей. Данные показатели широко варьируются в зависимости от сферы деятельности. Так, для фармацевтических компаний важнее всего обновление продуктов, для интернет-магазина – сильный бренд и удовлетворенность покупателей.

2. *Преимущество в издержках* – отражает преимущества менеджмента в управлении издержками в сравнении с конкурентами в ближайшие 3–5 лет. Эти измерители могут включать показатели использования программ управления затратами, таких как Шесть Сигм, которые позволяют понижать или сохранять уровень затрат ниже конкурентов.

3. *Имущественное преимущество*, т. е. как компания использует и развивает свои активы. Поскольку активы можно рассматривать как портфель инвестиций, то характеристикой их здоровья может служить активность имущественного обновления.

**Долгосрочные драйверы стоимости.** Это способность компании сохранять текущую операционную активность и продвигаться в новые растущие сферы деятельности. Компании должны регулярно оценивать и измерять внешние угрозы, включая появление новых технологий, изменение предпочтений покупателей и способы удержания последних, т. е. тенденции, способствующие снижению рентабельности бизнеса. Измерители этих драйверов более специфичны и требуют оценки качественных изменений, например, выбора партнеров для слияний или завоевания рынков. Кроме угроз, компании должны отслеживать и открывающиеся возможности, как то: изменения в промышленности или расширение географии рынков.

Заметим при этом, что менеджмент должен понимать альтернативные последствия ряда управленческих действий. Например, рост инвестиций, как правило, приводит в краткосрочной перспективе к падению рентабельности капитала, но обеспечивает долгосрочные выгоды в виде роста будущих доходов. Понимание этого побуждает менеджмент к инвестированию.

Кроме того, важно, чтобы менеджеры понимали, как те или иные их действия отразятся количественно на стоимости, и выбирали лучшие из них. Устанавливая приоритетные направления, можно добиваться мультипликативного эффекта в повышении стоимости. Без обсуждения и нахождения приоритетов различные команды менеджеров могут реализовывать стратегию роста стоимости в разных направлениях.

Дерево драйверов стоимости позволяет включать уникальные для бизнеса звенья, связывающие драйверы стоимости с финансовыми метриками и стоимостью для акционеров. Каждый элемент финансовых составляющих можно детализировать через драйверы стоимости. Так, для компаний производственной сферы это может выглядеть следующим образом (рис. 2).

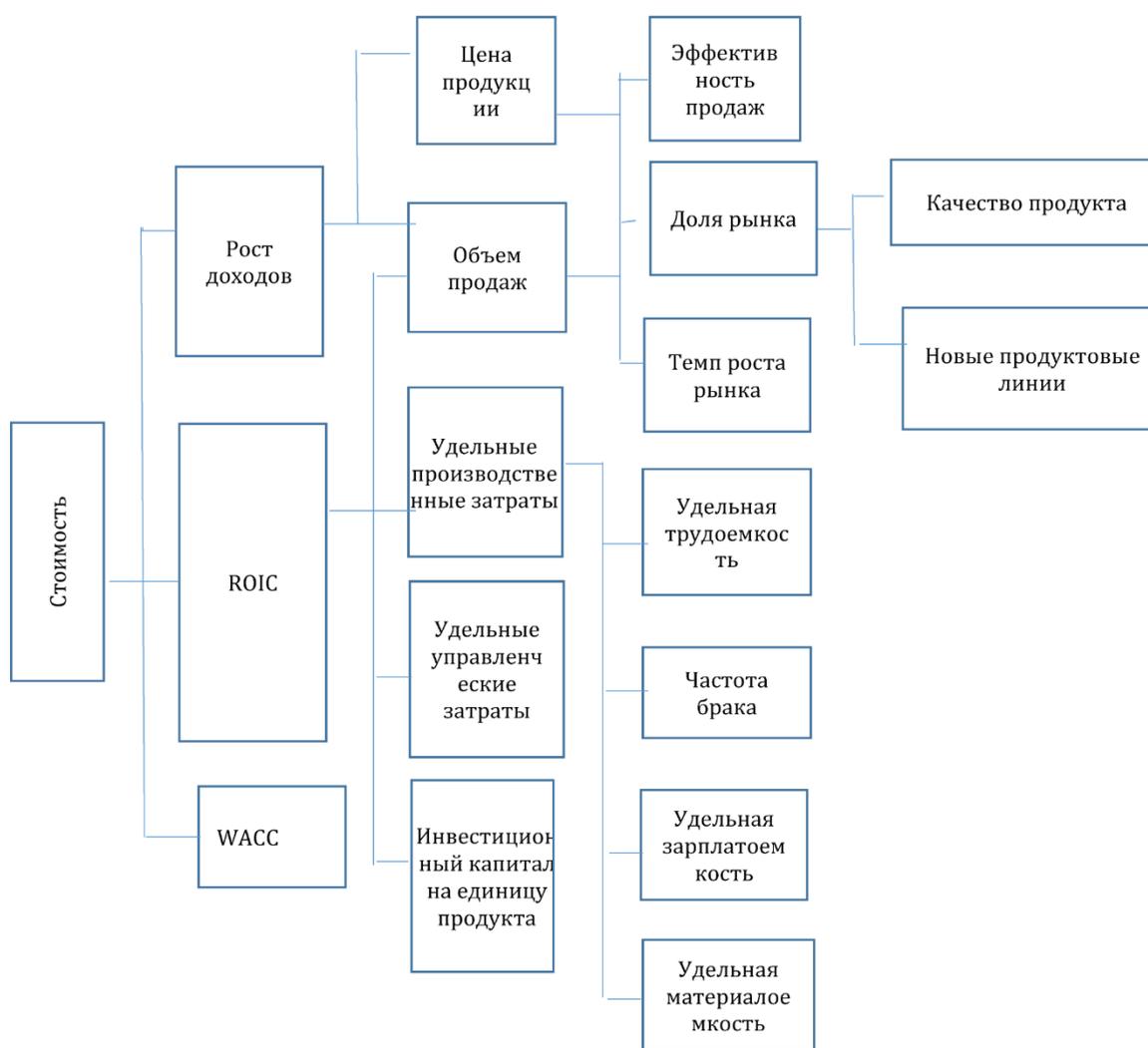


Рисунок 2. Дерево стоимости для производственной компании

Расширение видения состава деревьев стоимости, основанное на знаниях особенностей бизнеса, позволят менеджменту компании моделировать собственные источники роста стоимости. В результате появится возможность интегрировать их в рамках одного (или некоторого количества) дерева, которое наилучшим образом будет отражать процессы создания стоимости бизнеса.

Для иллюстрации этого процесса на рис. 3–6 показано развитие дерева стоимости фрагментарно – только в части краткосрочных драйверов – для многофилиальной компании Z, работающей на ряде рыночных сегментов. Это выполнено в результате определенной интерпретации отдельных показателей традиционного дерева стоимости.

На рис. 3 показан его фрагмент, в котором нашли отражение наиболее естественные показатели управления – выручка, затраты, капитал. Однако такое дерево не соответствует иным взглядам на бизнес – с позиций покупательских перспектив, того или иного филиала или сегмента компании, поэтому оно трансформировано с ориентацией на эти целевые установки, что показано на рис. 4–6.

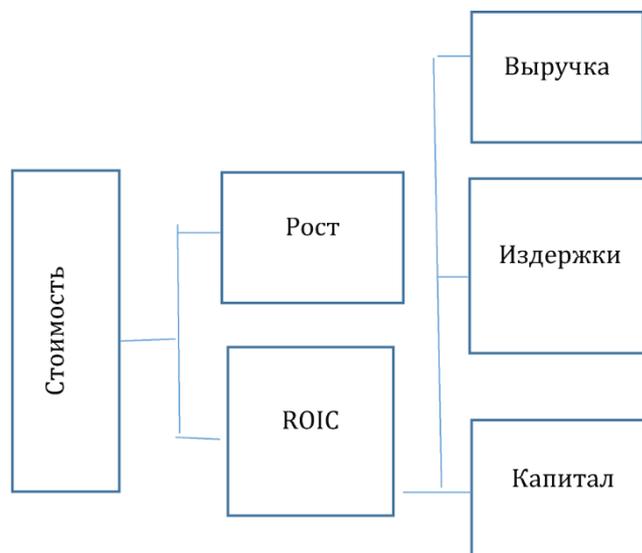


Рисунок 3. Традиционное дерево стоимости для компании Z

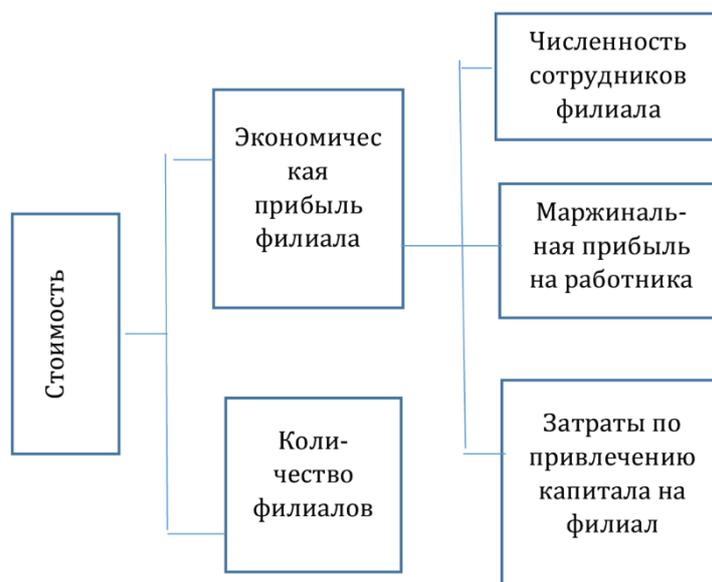


Рисунок 4. Дерево стоимости для филиала компании Z

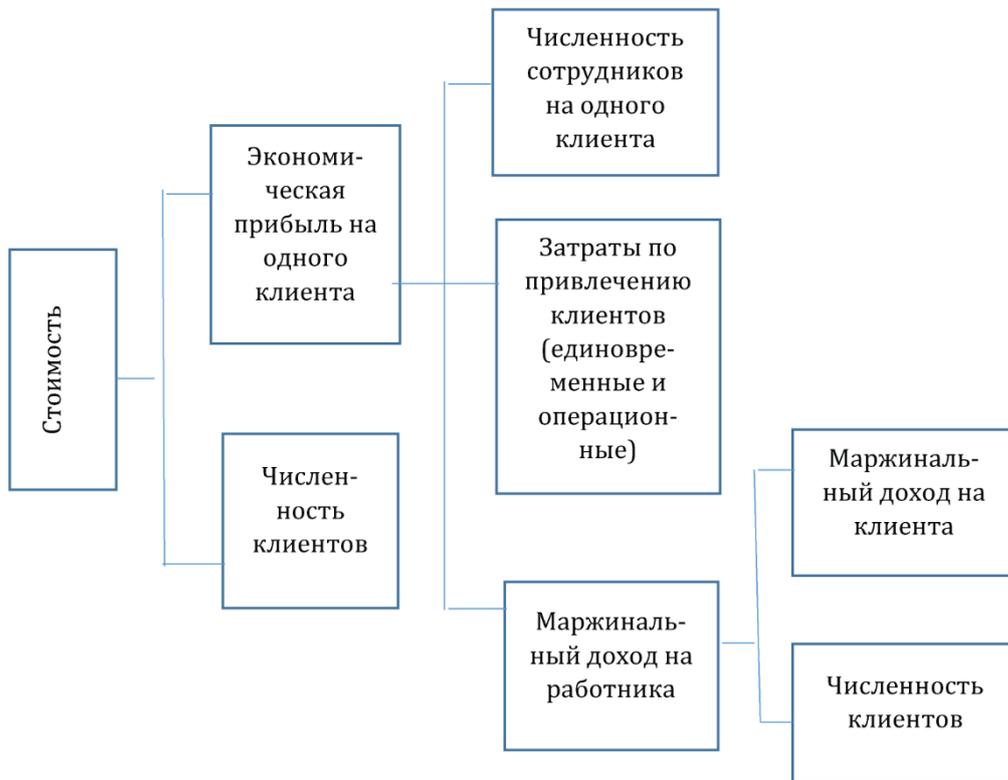


Рисунок 5. Дерево стоимости компании Z с позиций клиентского подхода

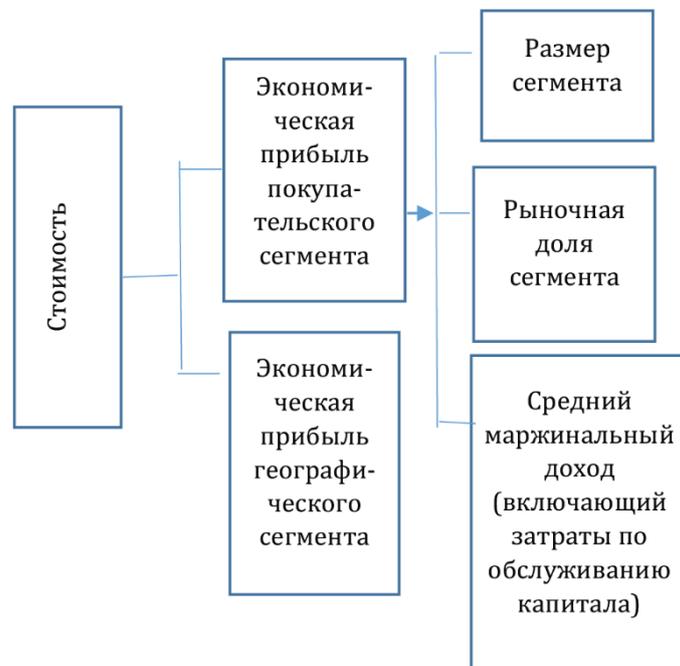


Рисунок 6. Дерево стоимости для рыночного сегмента компании Z

Объединяя деревья стоимости для компании Z, можно получить дерево стоимости для развивающегося в новом географическом сегменте бизнеса (рис. 7).

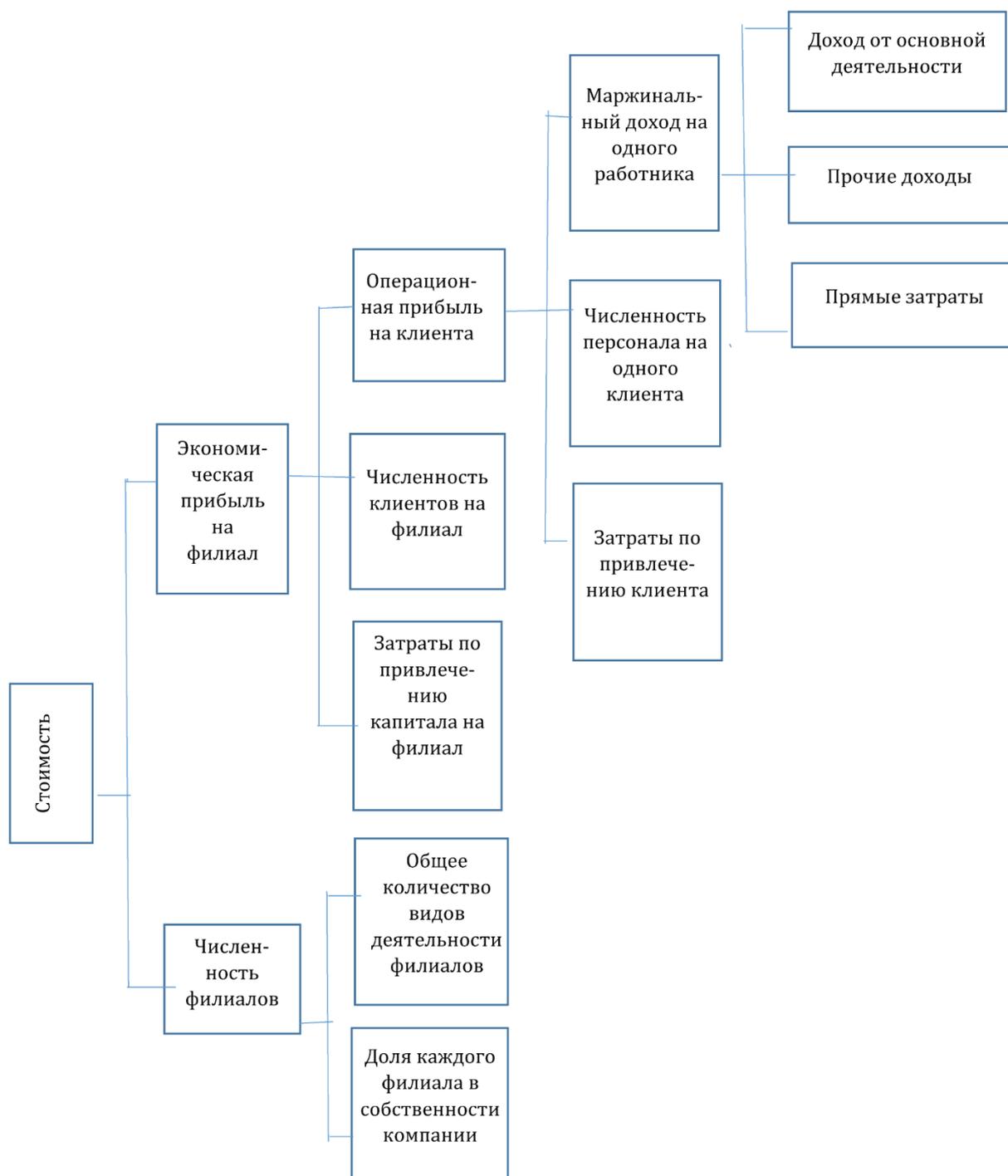


Рисунок 7. Краткосрочные драйверы обобщенного дерева стоимости компании Z

Заметим, что кажущаяся в ряде случаев нелогичность в направленности изменения частных показателей предлагаемого комплекса (так, на рис. 5 показатель роста клиентов может вступить в конфликт с маржинальным доходом на каждого из них) компенсируется формированием далее обобщающего KPI подразделения (сегмента, филиала), зачастую с обоснованием веса каждой составляющей.

Формирование драйверов стоимости требует обоснованного выбора ключевых показателей роста стоимости (KPI). Данный аспект управления стоимостью промышленного предприятия отчасти рассмотрен в работах ряда российских и зарубежных ученых, таких как У. Ф. Шарп, Г. Дж. Александер, Дж. В. Бэйли [9], Т. Коупленд, Т. Коллер, Д. Муррин [10], И. А. Егерев [11], С. И. Мордашов [12] и др.

При этом последние двое из упомянутых здесь авторов предлагают решать эту проблему на основе метода чувствительности.

Суть данного подхода к управлению заключается в том, что поскольку стоимость представляет собой величину, зависящую от ряда факторов, то, придавая этим факторам малые относительные приращения, можно изменить и итоговую величину стоимости. При этом под чувствительностью стоимости относительно приращения фактора принято называть степень изменчивости ее уровня. Иногда вместо чувствительности в литературе употребляются термины «факторная нагрузка» или «эластичность стоимости». Таким образом, чувствительность показывает, на какой процент прирастет или уменьшится стоимость бизнеса при увеличении значения фактора на 1%. Соответственно, чем больше коэффициент чувствительности, тем существеннее изменится стоимость.

Преимущество модели чувствительности, использующей в качестве основания *относительные* приращения факторов, перед во многом сходной с ней моделью чувствительности для абсолютных приращений состоит в том, что она позволяет привести разноразмерные факторы (цена, количество, объем и т. д.) к единой базе – безразмерным долям, обеспечивая сопоставимость оценок влияния различных по экономическому содержанию факторов на стоимость.

Управление стоимостью компании с учетом чувствительности к формирующим ее факторам обеспечит достижение стратегической цели организации с наибольшей результативностью, поскольку позволит выстроить приоритеты при управлении ключевыми факторами, основываясь на соответствующих коэффициентах, отражающих силу влияния фактора на изменение стоимости. Менеджменту компании при этом следует сконцентрировать усилия на показателях, оказывающих наиболее значительное позитивное влияние на ее стоимость.

В своей работе И.А. Егерев предлагает последовательный вывод формулы, пригодной для практического применения, для определения коэффициентов чувствительности стоимости к факторам. Итоговая модель выглядит следующим образом (в авторском обозначении показателей):

$$K_{\Phi} = d\tilde{E}/d\tilde{\Phi} * \Phi/E, \quad (1)$$

где:  $K_{\Phi}$  – коэффициент чувствительности стоимости бизнеса к фактору  $\Phi$ ;  $\tilde{E}$  – значение стоимости бизнеса (случайная величина);  $\tilde{\Phi}$  – значение фактора  $\Phi$  (случайная величина);  $E$  – ожидаемая стоимость бизнеса ( $E = M\tilde{E}$ );  $\Phi$  – ожидаемое значение фактора ( $\Phi = M\tilde{\Phi}$ );  $M$  – оператор, означающий математическое ожидание случайной величины.

Предлагаемый далее пример является определенной интерпретацией изложенного выше подхода, когда принимаются решения относительно некоторых факторов стоимости с целью повышения ее уровня.

Пусть предприятие, зарабатывая выручку в сумме 120 ден. ед. и получает FCF в размере 20 ден. ед. Чистая операционная прибыль 40 ден. ед., цена капитала составляет 20%, а рост доходов компании при поддержании доли накопления прибыли 50% сохраняется на уровне 10% в год. Менеджмент ставит задачу повышения уровня стоимости на 15%.

Достигнутый уровень стоимости составил:

$$V = \frac{20 * (1 + 0,1)_0}{0,2 - 0,1} = 220 \text{ ден. ед.}$$

Целевое значение стоимости становится 253 ден. ед. Для этого, например, достаточно увеличить и FCF на 15%, т. е. довести значение этого показателя до 23 ден. ед., увеличив чистую операционную прибыль при той же доли ее накопления. Поскольку  $FCF = NOPLAT - NetIC$ , получим требуемое значение прибыли:

$$\begin{aligned} 23 &= NOPLAT - 0,5 * NOPLAT \\ NOPLAT &= 46 \text{ ден. ед.} \end{aligned}$$

Задача повышения прибыли может решаться посредством наращивания рентабельности продаж (ROS). Тогда в уравнении связи абсолютного прироста FCF с прибылью следует записать ее значение через получаемую выручку и целевой прирост рентабельности:

$$\Delta FCF = PQ * \Delta ROS - PQ * \Delta ROS * 0,5,$$

где  $\Delta ROS$  – прирост рентабельности продаж в долях.

$$3 = 0,5 * PQ * \Delta ROS, \text{ а } \Delta ROS \text{ составит} = 0,05 = 5 \text{ п. п.}$$

Прирост рентабельности продаж должен составить 1,25 процентных пунктов, а величина рентабельности достичь 21,25 %.

Изложенные выше положения используем при уточнении процедуры управления стоимостью бизнеса:

- 1) определяется иерархия факторов стоимости бизнеса;
- 2) рассчитываются коэффициенты чувствительности стоимости к отдельным факторам;
- 3) экспертным, ретроспективным или иным способом определяются величины управляемости и изменчивости;
- 4) факторы упорядочиваются по убыванию модуля значений коэффициентов чувствительности соответствующих факторов, умноженных на изменчивость и управляемость ими.
- 5) осуществляется выбор ряда показателей, изменение которых обеспечит достижение поставленной цели с наименьшими затратами времени и средств (отбираются наиболее значимые из них, полученное значение чувствительности по которым оказалось выше).

## Ссылки / Reference

- [1] Eden C., Ackermann F. Making Strategy: The Journey of Strategic Management. London: Sage Publications, 1998. 174 p.
- [2] Schneiderman A. M. Time to Unbalance Your Scorecard // Strategy+Business. Issue 24. 2003. P. 3-4.
- [3] Figge F., Schaltegger S. What Is Stakeholder Value? Developing a Catchphrase into Benchmarking Tool. Luneburg University, 2000. 54 p.
- [4] Rappaport A. Creating Shareholder Value: A Guide for Managers and Investors. Free Press, 1997. 224 p.
- [5] Kaplan R. S., Norton D. P. Why does business need a BSC? // Journal of Cost Management. May-June, 1997. P. 5-10.
- [6] Каплан Роберт, Нортон Дэвид. Сбалансированная Система Показателей. От стратегии к действию. 2-е изд., испр. и доп. / Пер. с англ. М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2006. 320 с.
- [7] Koller T., Goedhart M., Wessels D. Valuation Measuring and Managing the Value of Companies. Fifth Edition. John Wiley&Sons, Inc., Hoboken, New Jersey, 2010. 811 p.
- [8] Davis H. A. Cash Flow and Performance Measurement: Managing of Value. A publication of Financial Executives Research Foundation, Inc., 1996. P. 219.
- [9] Шарп У., Александер Г., Бейли Дж. Инвестиции. М.: ИНФРА-М, 1997. 1024 с.
- [10] Коупленд Т., Коллер Т., Муррин Д. Стоимость компаний: оценка и управление / Пер. с англ. М.: ЗАО «Олимп-бизнес», 2000. 576 с.
- [11] Егоров И. А. Трансфертное ценообразование и стоимость компании // Рынок ценных бумаг. 2003. №1. С. 68–72.
- [12] Мордашов С. И. Рычаги управления стоимостью компании // Рынок ценных бумаг. 2001. №15. С. 51-55.